



## ▲ 금융

Analyst 조아해  
02. 6454-4870  
like.cho@meritz.co.kr

RA 공건희  
02. 6454-4905  
kunhee.kong@meritz.co.kr

**Hold** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

|                     |                    |
|---------------------|--------------------|
| <b>적정주가 (12 개월)</b> | <b>177,000 원</b>   |
| <b>현재주가 (11.13)</b> | <b>168,400 원</b>   |
| <b>상승여력</b>         | <b>5.1%</b>        |
| KOSPI               | 4,170.63pt         |
| 시가총액                | 336,800 억원         |
| 발행주식수               | 20,000 만주          |
| 유동주식비율              | 45.72%             |
| 외국인비중               | 23.00%             |
| 52주 최고/최저가          | 168,400 원/73,600 원 |
| 평균거래대금              | 512.3 억원           |
| <b>주요주주(%)</b>      |                    |
| 삼성물산 외 8 인          | 43.56              |
| 신세계 외 1 인           | 8.07               |
| 국민연금공단              | 6.87               |
| <b>주가상승률(%)</b>     |                    |
| 1개월                 | 7.2                |
| 6개월                 | 95.4               |
| 12개월                | 70.8               |
| 절대주가                | -7.9               |
| 상대주가                | 22.2               |
|                     | -1.0               |

**주가그래프****삼성생명 032830****3Q25 Review: 반영된 기대감**

- ✓ 3Q 지배주주순이익 7,230억원 (+7.3% YoY, -4.7% QoQ): 컨센서스 상회
- ✓ 보험손익 -45.0% YoY (별도 기준): 보험금 예실차 적자폭 크게 확대
- ✓ 투자손익 +71.6% YoY (연결 기준): 건물매각이익 2,400억원
- ✓ K-ICS비율 192.7% (+6.0%p QoQ): 장기 금리 반등, 계열사 주가 상승 등
- ✓ 투자의견 Hold 및 적정주가 177,000원 유지

**3Q25 지배주주순이익 7,230억원: 컨센서스 상회**

삼성생명 3Q 지배주주순이익은 7,230억원 (+7.3% YoY, -4.7% QoQ)으로 컨센서스를 2% 상회했다. 건물매각이익 기반 투자손익이 양호했다.

**[보험손익]** 전년동기대비 45.0% 감소하며 부진했다 (별도 기준). 1) CSM상각익은 CSM잔액 성장을 (+8.3% YoY)에 힘입어 양호했으나 (+4.9% YoY), 2) 예실차 및 기타 부문은 보험금 예실차 확대 (손해율 85.7% vs. 3Q24 78.1%), 손실계약부담비율 확대 (적전 YoY) 등으로 예상대비 부진했다 (-1,333억원 vs. 3Q24 -104억원).

**[CSM Movement]** CSM은 14.0조원 (+2.2% QoQ)을 기록했다. 1) 신계약CSM은 사망보험 판매량 확대 (APE +20.6% vs. 2Q25 -4.7% QoQ)로 양호했다 (+13.4% QoQ). 2) CSM조정은 전분기 일회성 요인 소멸의 기저 효과 외에도 유지를 하락으로 경상대비 소폭 확대된 것으로 판단된다.

**[투자손익]** 전년동기대비 71.6% 증가했다 (연결 기준). 일회성 이익 (건물매각이익 2,400억원)이 발생한 가운데, 연결효과도 주효했다 (+37.6% YoY).

**[자본비율]** K-ICS비율은 192.7% (+6.0%p QoQ)로 개선되었다. 장기 금리 반등, 계열사 주가 상승 등에 기인한다.

**긍정적인 지표이지만**

투자의견 Hold 및 적정주가 177,000원을 유지한다. 1) 건강보험 중심 체질 개선이 지속되고 있는 가운데 (CSM 잔액 내 56%; +8%p YoY), 2) 부진한 보험 업황에도 불구하고, 생보사 특성 및 양호한 투자손익 기반 이익 개선세를 시현했으며 (+7.3% YoY), 3) 계열사의 지분 가치 상승에 따른 BVPS 상승이 이어지고 있다. 다만 현주가에는 3)과 관련된 기대감이 반영된 것으로 판단된다 (25E 배당수익률 3%).

| (십억원) | 보험손익  | 투자손익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(배) | ROA<br>(%) | 배당수익률<br>(%) |
|-------|-------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2023  | 1,448 | 950   | 1,895         | 10,169            | n/a        | 221,593    | 6.8        | 0.3        | 4.6        | 0.6        | 5.4          |
| 2024  | 537   | 1,963 | 2,107         | 11,301            | 11.1       | 163,690    | 8.4        | 0.6        | 6.9        | 0.7        | 4.7          |
| 2025E | 1,218 | 1,609 | 2,383         | 12,677            | 12.2       | 200,704    | 13.3       | 0.8        | 6.3        | 0.8        | 3.4          |
| 2026E | 1,327 | 1,596 | 2,413         | 12,825            | 1.2        | 212,108    | 13.1       | 0.8        | 6.0        | 0.8        | 3.6          |
| 2027E | 1,462 | 1,660 | 2,566         | 13,589            | 6.0        | 224,116    | 12.4       | 0.8        | 6.1        | 0.8        | 3.9          |

**표1 삼성생명 3Q25P 분기 지배주주순이익, 컨센서스 2% 상회 기록**

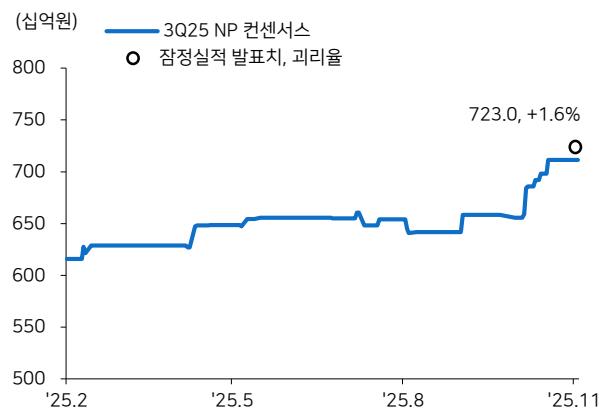
| (십억원)       | 3Q25P  | 3Q24   | (% YoY) | 2Q25   | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff.) | 기준 추정치 | (% diff.) |
|-------------|--------|--------|---------|--------|---------|-------|-----------|--------|-----------|
| 보험손익        | 268.4  | 477.1  | (43.7)  | 560.8  | (52.1)  |       |           |        |           |
| 투자손익        | 547.5  | 319.1  | 71.6    | 354.6  | 54.4    |       |           |        |           |
| 영업이익        | 815.8  | 796.2  | 2.5     | 915.4  | (10.9)  | 835.2 | (2.3)     | 858.2  | (4.9)     |
| 당기순이익       | 723.0  | 673.6  | 7.3     | 758.9  | (4.7)   | 711.6 | 1.6       | 719.7  | 0.5       |
| 신계약 CSM     | 871    | 835    | 4.4     | 769    | 13.4    |       |           |        |           |
| CSM 잔액      | 14,047 | 12,963 | 8.4     | 13,746 | 2.2     |       |           |        |           |
| K-ICS비율 (%) | 193    | 194    | (0.8)   | 187    | 6.0     |       |           |        |           |

자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

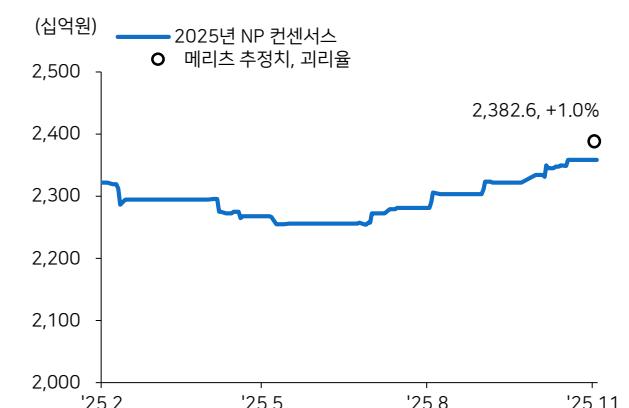
**표2 삼성생명, 2025년 · 2026년 연간 지배주주순이익, 컨센서스 +1% 상회, -1% 하회 전망**

| (십억원)   | 2025E  |        |           | 2026E  |        |           |
|---------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|
|         | 신규 추정치 | 기존 추정치 | (% diff.) | 신규 추정치 | 기존 추정치 | (% diff.) |
| 영업이익    | 2,827  | 2,844  | (0.6)     | 2,923  | 2,967  | (1.5)     |
| 지배주주순이익 | 2,383  | 2,364  | 0.8       | 2,413  | 2,421  | (0.3)     |

자료: QuantiWise, 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

**그림1 3Q25 지배주주순이익, 컨센서스 +1.6% 상회**

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**그림2 2025E 지배주주순이익, 컨센서스 +1.0% 상회 전망**

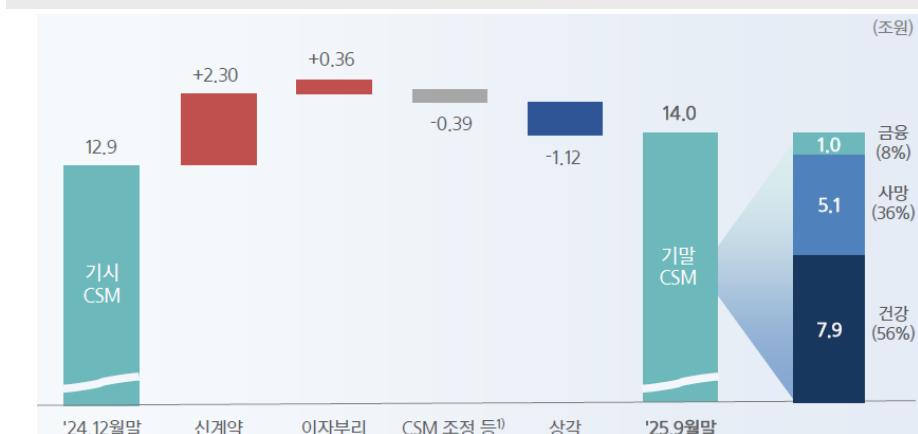
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**표3 삼성생명 분기 실적 추이 및 전망**

| (십억원)           | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25P        | 4Q25E        | 1Q26E        | 2Q26E        | 3Q26E        | 4Q26E        | 2024           | 2025E          | 2026E          |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>보험손익</b>     | <b>277.7</b> | <b>560.8</b> | <b>268.4</b> | <b>110.8</b> | <b>360.0</b> | <b>443.2</b> | <b>371.0</b> | <b>152.9</b> | <b>536.6</b>   | <b>1,217.7</b> | <b>1,327.0</b> |
| 일반/변동수수료모형(VFA) | 328.4        | 602.5        | 310.6        | 140.5        | 390.2        | 471.0        | 413.3        | 180.7        | 653.2          | 1,381.9        | 1,455.2        |
| CSM상각           | 368.2        | 390.0        | 386.9        | 411.7        | 414.0        | 420.0        | 427.5        | 435.3        | 1,393.4        | 1,556.7        | 1,696.7        |
| RA환입            | 85.7         | 84.4         | 89.8         | 90.6         | 93.2         | 92.6         | 92.6         | 93.4         | 323.5          | 350.6          | 371.8          |
| 예실차 및 기타        | (125.5)      | 128.2        | (166.2)      | (361.9)      | (116.9)      | (41.6)       | (106.9)      | (347.9)      | (1,063.6)      | (525.4)        | (613.3)        |
| 보험료배분(PPA)      | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 재보험손익           | (21.0)       | (12.5)       | (6.7)        | (9.6)        | (8.1)        | (8.8)        | (8.5)        | (8.7)        | (21.1)         | (49.7)         | (34.1)         |
| 기타사업비           | (29.7)       | (29.2)       | (35.5)       | (20.1)       | (22.1)       | (18.9)       | (33.8)       | (19.2)       | (95.5)         | (114.5)        | (94.1)         |
| <b>투자손익</b>     | <b>476.2</b> | <b>354.6</b> | <b>547.5</b> | <b>230.7</b> | <b>511.6</b> | <b>517.9</b> | <b>471.6</b> | <b>95.0</b>  | <b>1,963.1</b> | <b>1,609.0</b> | <b>1,596.0</b> |
| 보험금융손익          | (1,921.4)    | (2,968.7)    | (2,632.8)    | (2,523.5)    | (2,482.4)    | (2,468.8)    | (2,473.6)    | (2,493.2)    | (6,230.5)      | (10,046.5)     | (9,918.0)      |
| 투자서비스손익         | 2,397.7      | 3,323.3      | 3,180.2      | 2,754.2      | 2,994.0      | 2,986.6      | 2,945.2      | 2,588.2      | 8,193.7        | 11,655.5       | 11,514.0       |
| <b>영업이익</b>     | <b>754.0</b> | <b>915.4</b> | <b>815.8</b> | <b>341.5</b> | <b>871.6</b> | <b>961.0</b> | <b>842.6</b> | <b>247.8</b> | <b>2,499.8</b> | <b>2,826.7</b> | <b>2,923.0</b> |
| 영업외이익           | 88.5         | 94.2         | 137.9        | 45.5         | 89.4         | 95.2         | 139.3        | 45.9         | 313.9          | 366.1          | 369.7          |
| 세전이익            | 842.5        | 1,009.6      | 953.7        | 387.0        | 960.9        | 1,056.2      | 981.9        | 293.8        | 2,813.7        | 3,192.8        | 3,292.8        |
| 법인세비용           | (165.0)      | (216.0)      | (192.8)      | (83.5)       | (229.8)      | (228.1)      | (210.7)      | (59.0)       | (553.4)        | (657.3)        | (727.7)        |
| 당기순이익           | 677.5        | 793.6        | 760.9        | 303.5        | 731.1        | 828.1        | 771.1        | 234.8        | 2,260.3        | 2,535.5        | 2,565.1        |
| <b>지배주주 순이익</b> | <b>635.3</b> | <b>758.9</b> | <b>723.0</b> | <b>265.5</b> | <b>693.1</b> | <b>790.1</b> | <b>733.2</b> | <b>196.8</b> | <b>2,106.8</b> | <b>2,382.6</b> | <b>2,413.2</b> |

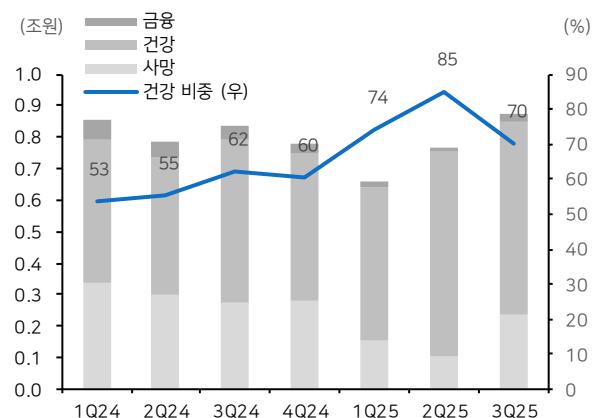
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CSM Movement



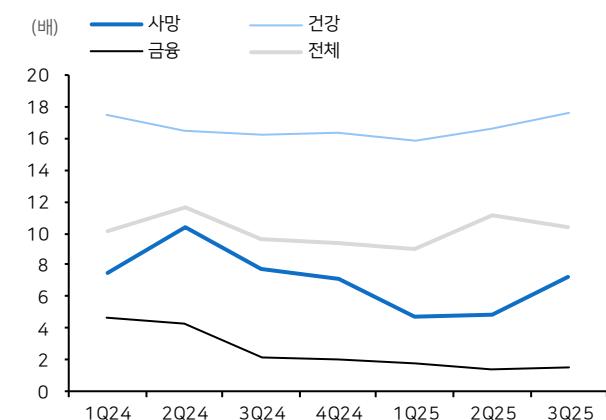
자료: 삼성생명

그림4 신계약 CSM 추이



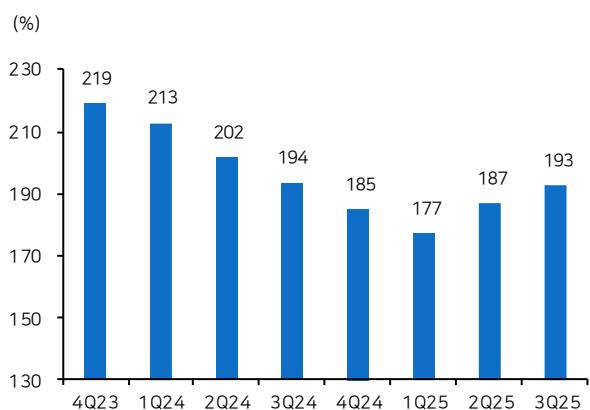
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신계약 CSM 배수 (APE기반 추정)



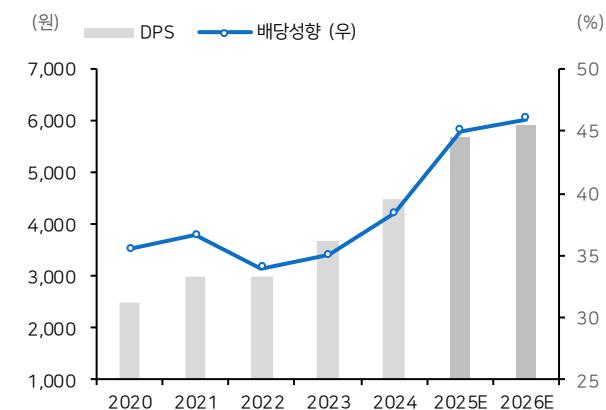
자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림6 K-ICS비율



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

그림7 DPS 및 배당성향 추이



자료: 삼성생명, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성생명(032830)

## Balance Sheet

| (십억원)         | 2023           | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 운용자산          | 305,008        | 301,448        | 327,427        | 336,971        | 346,902        |
| 현금및예치금        | 5,494          | 4,178          | 3,254          | 3,317          | 3,383          |
| 유가증권          | 214,744        | 212,540        | 240,814        | 250,822        | 261,237        |
| FVPL          | 44,552         | 45,753         | 50,259         | 51,817         | 53,439         |
| FVOCI         | 167,665        | 164,154        | 187,466        | 194,997        | 202,834        |
| AC            | 39             | 61             | 86             | 86             | 86             |
| 대출채권          | 78,220         | 78,118         | 77,273         | 78,882         | 80,557         |
| 부동산           | 6,549          | 6,612          | 6,217          | 6,350          | 6,488          |
| 비운용자산         | 9,688          | 10,770         | 2,246          | 2,053          | 1,372          |
| <b>자산총계</b>   | <b>314,696</b> | <b>312,219</b> | <b>329,673</b> | <b>339,024</b> | <b>348,274</b> |
| 책임준비금         | 220,090        | 233,988        | 241,806        | 248,704        | 255,381        |
| 보험계약부채        | 190,261        | 203,097        | 210,595        | 217,190        | 223,558        |
| 최선추정(BEL)     | 175,876        | 188,111        | 194,090        | 199,944        | 205,643        |
| 위험조정(RA)      | 2,364          | 2,401          | 2,668          | 2,553          | 2,424          |
| 보험계약마진(CSM)   | 12,021         | 12,585         | 13,837         | 14,693         | 15,490         |
| 보험료배분접근법(PAA) | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 투자계약부채        | 29,308         | 30,298         | 30,603         | 30,912         | 31,223         |
| 기타부채          | 50,288         | 45,493         | 47,727         | 47,898         | 48,071         |
| <b>부채총계</b>   | <b>270,378</b> | <b>279,481</b> | <b>289,533</b> | <b>296,602</b> | <b>303,451</b> |
| 자본금           | 100            | 100            | 100            | 100            | 100            |
| 자본잉여금         | 125            | 125            | 125            | 125            | 125            |
| 이익잉여금         | 17,978         | 19,420         | 19,944         | 21,604         | 23,406         |
| 해약환급금준비금      | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 자본조정          | (2,117)        | (2,117)        | (2,117)        | (2,117)        | (2,117)        |
| 기타포괄손익누계액     | 26,333         | 13,205         | 20,017         | 20,638         | 21,237         |
| 비지배지분         | 14,028         | 9,524          | 17,989         | 18,555         | 19,102         |
| <b>자본총계</b>   | <b>44,319</b>  | <b>32,738</b>  | <b>40,141</b>  | <b>42,422</b>  | <b>44,823</b>  |

## Income Statement

| (십억원)           | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 보험손익            | 1,448        | 537          | 1,218        | 1,327        | 1,462        |
| 일반/변동수수료모형(VFA) | 1,536        | 653          | 1,382        | 1,455        | 1,586        |
| CSM 상각          | 1,384        | 1,393        | 1,557        | 1,697        | 1,787        |
| RA 환입           | 469          | 323          | 351          | 372          | 382          |
| 예실차 및 기타        | (317)        | (1,064)      | (525)        | (613)        | (584)        |
| 보험료배분(PPA)      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 재보험손익           | (27)         | (21)         | (50)         | (34)         | (34)         |
| 기타사업비           | (61)         | (96)         | (115)        | (94)         | (90)         |
| <b>투자손익</b>     | <b>950</b>   | <b>1,963</b> | <b>1,609</b> | <b>1,596</b> | <b>1,660</b> |
| 보험금융손익          | (9,189)      | (6,231)      | (10,046)     | (9,918)      | (9,907)      |
| 투자서비스손익         | 10,139       | 8,194        | 11,655       | 11,514       | 11,567       |
| <b>영업이익</b>     | <b>2,398</b> | <b>2,500</b> | <b>2,827</b> | <b>2,923</b> | <b>3,121</b> |
| 영업외이익           | 161          | 314          | 366          | 370          | 373          |
| 세전이익            | 2,559        | 2,814        | 3,193        | 3,293        | 3,495        |
| 법인세비용           | (525)        | (553)        | (657)        | (728)        | (777)        |
| 당기순이익           | 2,034        | 2,260        | 2,535        | 2,565        | 2,718        |
| <b>지배주주 순이익</b> | <b>1,895</b> | <b>2,107</b> | <b>2,383</b> | <b>2,413</b> | <b>2,566</b> |

## Key Financial Data I

| (십억원)                   | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표 (원)</b>         |         |         |         |         |         |
| EPS                     | 10,169  | 11,301  | 12,677  | 12,825  | 13,589  |
| BPS                     | 221,593 | 163,690 | 200,704 | 212,108 | 224,116 |
| 수정 BPS                  | 266,516 | 211,107 | 252,273 | 266,782 | 281,679 |
| 보통주 DPS                 | 3,700   | 4,500   | 5,700   | 6,100   | 6,500   |
| <b>Valuation (배, %)</b> |         |         |         |         |         |
| PER                     | 6.8     | 8.4     | 13.3    | 13.1    | 12.4    |
| PBR                     | 0.3     | 0.6     | 0.8     | 0.8     | 0.8     |
| 수정 PBR                  | 0.3     | 0.4     | 0.7     | 0.6     | 0.6     |
| 배당성향                    | 35.1    | 38.4    | 45.0    | 47.5    | 48.0    |
| 보통주 배당수익률               | 5.4     | 4.7     | 3.4     | 3.6     | 3.9     |
| <b>재무비율 (%)</b>         |         |         |         |         |         |
| ROA                     | 0.6     | 0.7     | 0.8     | 0.8     | 0.8     |
| ROE                     | 4.6     | 6.9     | 6.3     | 6.0     | 6.1     |
| 수정 ROE                  | 3.8     | 5.4     | 5.0     | 4.8     | 4.8     |

## Key Financial Data II

|                        | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>보험손익</b>            |         |         |         |         |         |
| 신계약 CSM                | 3,628   | 3,261   | 3,218   | 3,481   | 3,496   |
| CSM 배수 (배, 개월) -APE 기준 | 14.0    | 10.1    | 10.7    | 11.5    | 11.3    |
| CSM 상각률 (%)            | 9.5     | 8.8     | 9.5     | 9.4     | 9.4     |
| <b>CSM Movement</b>    |         |         |         |         |         |
| 기초 CSM                 | 10,749  | 12,247  | 12,902  | 14,226  | 15,082  |
| 신계약 CSM                | 3,628   | 3,261   | 3,218   | 3,481   | 3,496   |
| 이자부리                   | 402     | 468     | 495     | 547     | 579     |
| CSM 조정                 | (1,163) | (1,705) | (864)   | (1,510) | (1,525) |
| CSM 상각                 | (1,368) | (1,370) | (1,525) | (1,663) | (1,753) |
| 기말 CSM                 | 12,247  | 12,902  | 14,226  | 15,082  | 15,880  |
| <b>투자손익</b>            |         |         |         |         |         |
| 투자서비스 수익률              | 4.2     | 3.4     | 4.6     | 4.3     | 4.2     |
| FVPL 제외 투자서비스 수익률      | 2.4     | 2.6     | 2.0     | 2.4     | 2.3     |
| 주: 별도 기준               |         |         |         |         |         |

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

| 기업                           | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미  |
|------------------------------|---|
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>증가대비 3등급 | Buy      추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상<br>Hold     추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만<br>Sell     추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천   |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소)   |

**투자의견 비율**

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 87.8% |
| 중립   | 11.7% |
| 매도   | 0.6%  |

2025년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**삼성생명 (032830) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

